



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. █████ del 16 ottobre 2023

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto dai signori

Dott. █████ - Presidente

Prof.ssa █████ - Membro

Prof. Avv. █████ - Membro

Prof. Avv. █████ - Membro

Prof. Dott. █████ - Membro

Relatore: Prof. Dott. █████

nella seduta del 19 settembre 2023, in relazione al ricorso n. 9970, presentato dai sig.ri █████ (“Ricorrenti”), nei confronti di █████ (“Intermediario”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

1. La controversia sottoposta alla cognizione dell’Arbitro concerne il tema del non corretto adempimento, da parte dell’Intermediario, degli obblighi concernenti la prestazione di un servizio di investimento, in particolare sotto il profilo dell’inadempimento dei doveri di diligenza e correttezza nell’assistenza al cliente in ordine alla messa a disposizione di informazioni sulle caratteristiche e il livello di rischio di titoli, anche nel continuo ed in assenza di una corretta valutazione del loro profilo e dell’adeguatezza/appropriatezza dell’investimento.

2. Dopo aver presentato reclamo all'Intermediario in data 29 settembre 2022, riscontrato da quest'ultimo in data 28 ottobre 2022, in modo ritenuto insoddisfacente, i Ricorrenti si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando di aver acquistato, in data 24.4.2015, 100.000,00 euro di valore nominale di obbligazioni "Portugal TEL 4,625% 20 - ISIN: XS0927581842 – (di seguito "le Obbligazioni"), emesse dalla società Portugal Telecom International Finance BV (di seguito l'"Emittente" o "PTIF"), per un controvalore di 101.790,36 euro; investimento che - alla luce della successiva richiesta di ammissione alla procedura di riorganizzazione giudiziale effettuata dal gruppo dell'Emittente nel giugno del 2016 - causava loro la perdita dell'intero capitale investito. In merito gli odierni Ricorrenti tengono a precisare di aver inviato all'Intermediario qui convenuto richiesta della documentazione inerente all'investimento suddetto in data 9.6.2020 e di aver ricevuto l'11.6.2020 ed il 10.7.2020 quanto richiesto, documenti alla luce dei quali presentavano poi formale reclamo in data 28.10.2022. A tal riguardo, i Ricorrenti svolgono un'articolata disamina di quelle che, a loro avviso, sarebbero state le violazioni commesse dall'Intermediario, in particolare evidenziando che:

- L'Intermediario non ha fornito loro informazioni in merito alla natura, alle caratteristiche, alla provenienza ed al rischio insito nelle Obbligazioni, negando il loro diritto di effettuare una scelta consapevole e informata, violando così i precetti di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., oltre che i doveri di correttezza, diligenza e trasparenza ex art. 21, comma 1, del TUF. In particolare, al momento dell'acquisto sono state fornite carenti e fuorvianti informazioni definendo, nel modulo di ordine, il prodotto liquido e a rischio solo "*alta*". Similmente nessuna notizia veniva resa in merito alle operazioni societarie che già avevano interessato l'Emittente, determinando il cambio del soggetto che doveva garantire la restituzione a scadenza del prestito, con conseguente aumento del rischio emittente e del rischio paese, in spregio del disposto dell'art. 31, comma 5 del Regolamento Intermediari all'epoca vigente, né in relazione alla natura non garantita, strutturata e complessa delle Obbligazioni. I titoli di che trattasi incorporavano, infatti, un'opzione di tipo *put* che avrebbe permesso ai possessori

di rivenderli all'Emittente al valore nominale, a determinate condizioni. Alla luce di tale caratteristica, l'Intermediario avrebbe dovuto fornire ai clienti informazioni più puntuali in forza della Comunicazione Consob n. 0097996/2014 sulla distribuzione dei prodotti finanziari complessi. Inoltre, nessuna delle informazioni, contenute nei documenti di emissione dei titoli redatti nel 2012 (*"Offering Circular"* con relativi *"Risk Factors"* e successivo *"Final Terms"* con relative *"Appendix"*) veniva fornita né tali documenti venivano resi fruibili;

- l'Intermediario non ha rappresentato l'illiquidità delle Obbligazioni, né ha osservato, in virtù di tale condizione (il *"Bid-Ask spread"* del titolo era al momento dell'acquisto 16 volte superiore a quello dei titoli di Stato liquidi), i più stringenti obblighi informativi dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, con conseguente impossibilità di conoscere e valutare in anticipo i criteri, il valore e le eventuali difficoltà di smobilizzo dell'investimento;
- anche successivamente agli acquisti, l'Intermediario non ha fornito le dovute informazioni sull'andamento degli strumenti finanziari nel tempo, né sulla richiesta di ammissione alla procedura di riorganizzazione giudiziale prevista dalla normativa del proprio stato di appartenenza, avanzata da OI S.A, in data 20.6.2016 per poter compiere scelte di disinvestimento consapevoli;
- l'operazione è avvenuta in vigenza di un contratto di *"consulenza base"* ma senza che l'Intermediario operasse correttamente sia per quanto attiene alla profilatura dei clienti sia per la valutazione dell'investimento. In particolare, tra la documentazione fornita dall'Intermediario figura un modulo datato 17.4.2013 che attribuisce al padre la qualifica di *"Intestatarario leader"* che non può essere considerato idoneo a configurare l'accordo che i contitolari del rapporto avrebbero dovuto raggiungere ai fini della scelta del profilo da prendere in considerazione per la valutazione di adeguatezza, essendo firmato solo nella pagina finale. In ogni caso, la profilatura del padre datata 3.4.2014 risulta precompilata dai funzionari dell'Intermediario, contiene in ogni caso domande generiche, risposte contrastanti e dal tenore prettamente auto-valutativo, oltre ad attribuire al cliente, irrealisticamente, elevate conoscenze ed esperienze in ambito finanziario, una propensione al rischio *"medio-alta"* ed un profilo *"Dinamico"*;

- L'acquisto è stato effettuato in presenza di una incompleta valutazione di non adeguatezza dell'operazione, che non riporta i motivi di tale giudizio e svolgendo contestualmente una valutazione di appropriatezza con esito positivo, indubbiamente errata, stante la mancanza di conoscenze ed esperienze di entrambi i Ricorrenti (il padre - pensionato ex artigiano - in possesso della quinta elementare, il figlio - magazziniere - in possesso di titolo di studio di licenza media inferiore).

In considerazione di quanto sopra, i Ricorrenti conclusivamente chiedono di accertare la responsabilità dell'Intermediario per i danni loro arrecati, nonché la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, di riconoscere il loro diritto ad ottenere il risarcimento dei danni subiti a causa dell'operatività di che trattasi, quantificati in 101.790,36 euro, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

3. L'Intermediario, in sede deduttiva, anzitutto dichiara che i clienti odierni Ricorrenti, in data 7.8.2009, sottoscrivevano contratto cointesto per la prestazione di "Servizi di investimento e servizio di deposito a custodia e amministrazione di strumenti finanziari", nell'ambito del quale, il 17.4.2013, mediante il "Modulo di elezione intestatario leader", richiedevano che si assumessero a riferimento per la valutazione di adeguatezza le informazioni rese dal padre. A tal riguardo, evidenzia che questi, in tale occasione, nel questionario di profilatura (regolarmente firmato) affermava di conoscere le obbligazioni quale tipologia di strumenti finanziari e di avere al riguardo un'esperienza elevata; di conoscere il rischio legato al grado di solvibilità degli emittenti; dichiarava, altresì, una propensione al rischio "*medio – alta*" essendo "*disposto ad accettare una significativa variabilità, anche in senso negativo, del valore degli investimenti*"; elementi che portavano all'attribuzione di un profilo "*Dinamico*", peraltro già delineato come "*Audace*" nella profilatura precedente del dicembre 2010. Quanto all'informativa resa al momento dell'acquisto, l'Intermediario evidenzia che nel relativo modulo era indicato chiaramente il rischio speculativo attribuito alle Obbligazioni ("*5 – Rischio Alto*"), in base alla classe di rischio o TDR (Termometro del Rischio) regolarmente presente nella documentazione periodica inviata ai clienti; valore in continuo monitoraggio, per il quale vengono

considerate tre tipologie di rischio (rischio di mercato, rischio di credito, rischio di struttura dello strumento finanziario), alle quali è associato un livello da 1 a 6, attribuendo poi il rischio complessivo dello strumento, in ottica prudenziale, in base al valore massimo dei tre tipi di rischio. Ciò detto, nel caso di specie il Ricorrente padre disponeva un primo ordine alle ore 9:46, con un prezzo limite di 98,10, che veniva revocato alle ore 14:21, per essere poi riproposto alle 14:26 con prezzo limite superiore di 98,50 e, in entrambe le occasioni, il cliente dichiarava di aver ricevuto preventivamente e preso visione del “*modulo informativo*”, che consisteva in un “*set minimo di informazioni*” riportanti le principali caratteristiche dello strumento finanziario.

A tale ultimo proposito l’Intermediario tiene ad evidenziare che, sulla base dei propri archivi informatici, al momento dell’operazione venivano resi i dati relativi all’emittente, alla tipologia di strumento, al mercato di quotazione, ai rischi, producendo un file con l’estrazione dei dati presenti attualmente per l’anagrafica del titolo e l’evidenza di quanto variato nel tempo. A ciò aggiunge che le Obbligazioni erano titoli ordinari, non complessi, garantiti, a rendimento fisso, senza componenti derivate e liquidi, evidenzia anche che il prezzo di acquisto dimostra la “fiducia” che il mercato riponeva nel titolo al momento dell’operazione qui in esame. Con riferimento all’informativa successiva, il resistente fa notare che, nell’ambito delle comunicazioni periodiche di coerenza del portafoglio, fin dal documento del 20.7.2015 veniva segnalato agli odierni Ricorrenti il grado di rischio “alto” dell’investimento e una situazione di disallineamento del portafoglio reale rispetto al portafoglio modello, invitando i clienti a ridurre l’incidenza percentuale de titolo “*Obbligazionario Euro Medio/Lungo termine*”. Evidenzia, poi, che l’operazione che ha condotto la OI S.A. a divenire controllante diretta dell’Emittente, si è definita dopo l’operazione in lite, solo a giugno 2015 e che comunque già nella rendicontazione al 31.3.2016, veniva aggiornata, in negativo, la classe di *rating* del titolo a “6 – Massimo” e veniva riportato per le Obbligazioni un controvalore di 31.180,81 euro. Parte resistente prosegue facendo notare che, malgrado i molteplici avvertimenti e segnali ricevuti, i Ricorrenti non hanno mai posto in essere, nel tempo, alcuna

disposizione di vendita né assunto un comportamento attivo, funzionale a contenere l'entità delle perdite maturate, non appena resisi conto del reale livello di rischiosità, attestato dall'andamento delle quotazioni ad esempio al 18.4.2016, data di invio del monitor investimenti al 31.3.2016.

Quanto alle contestazioni mosse riguardo alla profilatura dei clienti e alla valutazione dell'investimento, l'Intermediario fa presente che l'operazione in oggetto si è svolta al di fuori della prestazione del servizio di consulenza ed è stata valutata in regime di appropriatezza in quanto, qualora un ordine fosse risultato non adeguato, sarebbe stato reso apposito *warning* al cliente sconsigliandone l'esecuzione. Ebbene, nel caso di specie, sia in occasione della prima che della seconda disposizione, il Ricorrente padre veniva edotto con apposita comunicazione sottoscritta della non adeguatezza dell'ordine, tenuto conto del grado di rischio medio dell'*asset class* cui apparteneva lo strumento e della concentrazione sul singolo strumento/tipologia di strumento e gli veniva consigliato di non procedere, con la raccomandazione di optare per titoli più in linea con la composizione di portafoglio e le condizioni di mercato. Tuttavia, avendo il cliente confermato la volontà di procedere comunque, veniva eseguita con esito positivo la valutazione di appropriatezza, dato che il livello di conoscenza ed esperienza del disponente (nonché intestatario leader) corrispondeva ad un profilo di rischio "*Dinamico*". Riguardo a tale ultimo aspetto la resistente respinge le contestazioni in merito alla non correttezza della profilatura del padre, affermando invece che i dati del questionario risultano coerenti con gli investimenti dal medesimo effettuati in diverse tipologie di strumenti, tra cui anche titoli obbligazionari con grado di rischiosità tra 4 e 5 sia prima (Portugal 4,1% Eur 37, Bei 6% ZAR 19) che dopo l'operazione contestata (BEI 8.125% ZAR 26, titolo acquistato il 7.11.2019 malgrado la non adeguatezza segnalata). Aggiunge, poi, che il cliente, firmando il questionario, ha in ogni caso assunto la paternità delle dichiarazioni ivi contenute, in forza del principio di auto-responsabilità più volte richiamato anche dall'ACF. Alla luce di quanto sopra, l'Intermediario conclude chiedendo al Collegio di respingere il ricorso, essendosi prontamente attivato per informare esaurientemente i Ricorrenti. In ogni

caso ritiene che, laddove si dovesse ravvisare una qualche mancanza, non si potrà non tenere in debita considerazione la scelta adottata dai Ricorrenti, che non hanno prontamente interrotto il nesso di causalità diretta tra inadempimento e danno richiesto.

4. I Ricorrenti ribadiscono, in replica, le contestazioni già esposte in sede di ricorso introduttivo. A tal proposito, quanto alla valutazione di adeguatezza, essi fanno presente che l'odierno Resistente, avendo avuto la valutazione esito negativo, avrebbe dovuto astenersi dal dar seguito all'operazione, illustrando tutte le ragioni dell'inadeguatezza e non solo parte di esse. Fanno notare, inoltre, come la odierna controparte nulla abbia prodotto, neanche sotto forma di *fac simile*, a supporto dell'affermazione circa il fatto che sul relativo sito fossero davvero presenti le informazioni evocate. Circa i loro pregressi investimenti, e quindi la loro effettiva avversione al rischio, essi evidenziano come dalla stessa documentazione prodotta dalla controparte si evinca che i prodotti raccomandati dall'Intermediario fossero, di fatto, "Titoli di Stato" ("CCT" e "BTP), oppure obbligazioni emesse da enti quali la BEI, estremamente più 'sicuri' di PTIF/OI S.A., con rischio default "Investment Grade", e non "High Yield" come per le Obbligazioni. Quanto, poi, alle rendicontazioni periodiche del dossier titoli, ritengono che l'Intermediario non abbia dimostrato di averle loro effettivamente inviate e recapitate, e comunque trattasi di documenti che non fornivano idonea evidenza circa il grado massimo di rischio correlato, se non dal 18.4.2016 in avanti, ossia a meno di 2 mesi dall'effettivo *default* dell'Emittente.

5. Anche l'Intermediario, in sede di repliche finali, anzitutto richiama integralmente il contenuto delle precedenti difese, svolgendo poi alcune precisazioni riferite al profilo di rischio del disponente, ritenendo che alla luce dei questionari dal medesimo compilati nel tempo non possa che riaffermarsi il principio di auto-responsabilità. Insiste, anche, nel sottolineare che i fatti che hanno condotto OI S.A. a divenire controllante diretta dell'Emittente sono occorsi solo a giugno del 2015 e che al momento dell'acquisto, pur essendosi avviato il processo di integrazione societario, la società non aveva ancora subito il *downgrade* culminato con il *default* nel giugno 2016. Quanto al documento

prodotto e riguardante una copia dell'interfaccia grafica relativa alle informazioni presenti nei propri sistemi informatici, richiama quanto in più occasioni affermato dall'Arbitro circa il valore probatorio di simili evidenze. Infine, chiede di dichiarare inammissibile la contestazione circa la mancata ricezione della documentazione di rendicontazione periodica, sottolineando comunque come tali documenti siano stati consegnati ai clienti o spediti all'ultimo indirizzo da loro comunicato, senza che questi si siano mai attivati per comunicarne la eventuale mancata ricezione.

DIRITTO

1. Le risultanze in atti consentono di esprimere le considerazioni che seguono. Quanto al rispetto degli obblighi informativi previsti dalla normativa di settore all'atto dell'acquisto controverso, ciò che si rileva è che nei relativi ordini risulta indicato un grado di rischio "5 Alto" dei titoli alla data del 24.04.2015 ed il rischio di liquidità alla medesima data, quantificato a 3, in una scala in cui, da 1 a 3, lo strumento è considerato liquido e, da 4 a 6, illiquido; non vi sono, però, altri elementi specifici riguardo alle caratteristiche dello strumento finanziario, al di là della denominazione e dell'ISIN. Con riferimento, poi, alla condotta valutazione di adeguatezza e poi di appropriatezza, l'Intermediario ha versato in atti un'estrazione informatica, riepilogante il "Set Minimo Informativo" reso al cliente, senza tuttavia chiarire tramite quale concreta modalità lo abbia messo a disposizione del cliente e senza produrre documenti cartacei eventualmente sottoscritti dal Ricorrente padre, a riprova dell'effettiva presa visione di tali informazioni. Ciò essendo, può utilmente richiamarsi in questa sede il consolidato orientamento di questo Collegio, laddove è stata evidenziata la necessità che gli obblighi informativi propedeutici all'investimento vengano adempiuti "in concreto" e non in modo meramente formalistico, mettendo cioè a disposizione dell'investitore *retail* un set informativo di volta in volta idoneo a farne scaturire scelte d'investimento consapevoli in quanto adeguatamente informate. Nel caso qui in esame, tale *set* informativo se, da un lato, riporta i dettagli dei diversi valori attribuiti alle varie componenti di rischio delle Obbligazioni, dall'altro, menziona

solo la società Portugal Telecom International Finance BV, senza alcuna altra specificazione. Non vi si rinviene, infatti, alcun riferimento all'appartenenza della stessa al gruppo della menzionata società brasiliana di telecomunicazioni – extracomunitaria, fortemente indebitata e caratterizzata da un rischio default e da un rischio paese decisamente maggiori dell'Emittente - che al momento dell'acquisto ne era già diventata controllante indiretta a seguito dell'operazione societaria di integrazione del 2014 e che era in procinto di diventarne diretta controllante, a fronte della già deliberata cessione di Portugal Telecom (società controllante l'Emittente) alla società lussemburghese Altice. Ebbene, come già evidenziato in sede di esame di analoghe controversie, trattasi di informazione tutt'altro che secondaria, trattandosi di vicende societarie dal potenziale rilevante effetto, anche prospettico, circa la bontà dell'investimento (v., in questo senso, tra le tante, Decisioni n. 3260/2020; n. 5788/2020 e n. 6727 e 6728 del 22 agosto 2023).

2. Riguardo, poi, alle profilature riferite al Ricorrente padre, i documenti in atti evidenziano che al medesimo era stato attribuito un profilo “*Audace*” (livello massimo nell'ambito della scala adottata), che a questo Collegio appare sovrastimato rispetto alle risposte fornite dal cliente. In ogni caso, la profilatura più prossima all'operazione contestata, sottoscritta sempre il 17.4.2013, assegnava al cliente un profilo “*Dinamico*” e dà conto di un'elevata esperienza in azioni e strumenti finanziari a componente azionaria, obbligazioni e titoli di debito, con un obiettivo di “*crescita significativa del capitale investito*” accompagnato da una propensione al rischio “*medio-alta*”. Al riguardo, tuttavia, non può non rilevarsi che dalla documentazione in atti risulta che, prima dell'operazione qui contestata, siano stati disposti, nel 2012 e nel 2013, solo due acquisti aventi ad oggetto un BTP 4,5% con scadenza nel 2026, per complessivi 51.000,00 nominali, ed un acquisto di obbligazioni portoghesi governative 4,1% in euro con scadenza 2037, per 20.000.000 di nominali nel luglio del 2014. Inoltre, gli estratti del dossier titoli per il periodo 2014-2019, evidenziano un portafoglio investito al 31.12.2014 di 6.946,28 euro in azioni quotate (Cofide, Enel, Telecom) a rischiosità tra 5 e 6. Nel tempo, la componente azionaria rimane stabile e i Ricorrenti investono anche nei

titoli oggetto del ricorso ed in obbligazioni BEI 6% con scadenza nel 2019, attestandosi il controvalore investito del portafoglio al 30.6.2015 a 116.530,70 euro. Successivamente i Ricorrenti mantengono invariata tale composizione degli investimenti non evidenziando i documenti disponibili particolari movimentazioni fino al settembre 2019. L'Intermediario ha infine versato in atti due ordini di acquisto di un'ulteriore obbligazione BEI con tasso all'8,125% e scadenza nel 2026, impartiti dal padre il 7.11.2019 ed il 21.3.2023

3. In relazione alla condotta valutazione dell'investimento in lite, va detto anzitutto che non si rinvergono in atti elementi che portino a ritenere che l'Intermediario abbia raccomandato l'investimento contestato, avendo anzi eseguito una valutazione di adeguatezza con esito negativo, comunicata al disponente con le relative motivazioni, che appare esente da censure.

4. Quanto alla valutazione di appropriatezza, esplicitata nelle disposizioni di acquisto con giudizio positivo, non sembrano rilevarsi particolari criticità alla luce del livello di esperienza/conoscenza dichiarata dal padre nei questionari Mifid, che risultano debitamente firmati. Inoltre, l'esame dei documenti conferma che al 30.6.2015 veniva segnalato il disallineamento tra la composizione del portafoglio reale dei Ricorrenti e il profilo dichiarato, confrontandolo al "*Portafoglio Modello*" che l'Intermediario predisponeva per i clienti. Infine, nel rendiconto al 30.6.2016 le Obbligazioni venivano segnalate con separato box come prodotti finanziari illiquidi. Pertanto, può dirsi che i Ricorrenti abbiano ricevuto diversi segnali volti a rappresentare la criticità dell'investimento in essere, sebbene non vi siano evidenze di specifiche comunicazioni loro fornite al momento del *default* del gruppo dell'Emittente, pur avendo l'Intermediario esibito alcune mail attestative del fatto che un'addetta riferiva ad una collega a luglio di aver contattato telefonicamente il Ricorrente figlio al fine di conoscerne le intenzioni in merito alla partecipazione alla procedura di *Recovery*.

5. In conclusione, l'operato dell'Intermediario risulta censurabile con riguardo alla carenza informativa messa a disposizione degli odierni Ricorrenti all'atto dell'investimento, il che radica la sua responsabilità sotto il profilo risarcitorio. Relativamente alla quantificazione del risarcimento, in linea con quanto già deciso

da questo Collegio in sede di esame di analoghe fattispecie, esso va determinato nella somma di € 74.290,36 euro (oltre a rivalutazione e interessi), quale differenza tra il controvalore investito (€ 101.790,36) e quanto gli odierni Ricorrenti avrebbero potuto percepire qualora avessero posto in essere comportamenti attivi funzionali a mitigare l'entità del danno occorso ai sensi dell'art. 1227 c.c., liquidando l'investimento di che trattasi alla data del 19.4.2016 (controvalore di € 27.500,00), cioè dopo aver ricevuto la rendicontazione al 31 marzo 2016.

PQM

Il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto, per le ragioni indicate in motivazione, a corrispondere a parte Ricorrente, per i titoli di cui in narrativa, la somma complessiva rivalutata di € 88.479,82, oltre interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

Il Collegio fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima decisione.

Entro lo stesso termine l'Intermediario comunica all'ACF gli atti realizzati al fine di conformarsi alla decisione, ai sensi dell'art. 16, comma 1, del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016. L'Intermediario è tenuto a versare alla Consob la somma di € 500,00, ai sensi dell'art. 18, comma 3, del citato regolamento, adottato con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, secondo le modalità indicate nel sito istituzionale www.acf.consob.it, sezione "Intermediari".

Il Presidente

Firmato digitalmente da:
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi